

國際金融新發展

涂鳳美 著

A\$

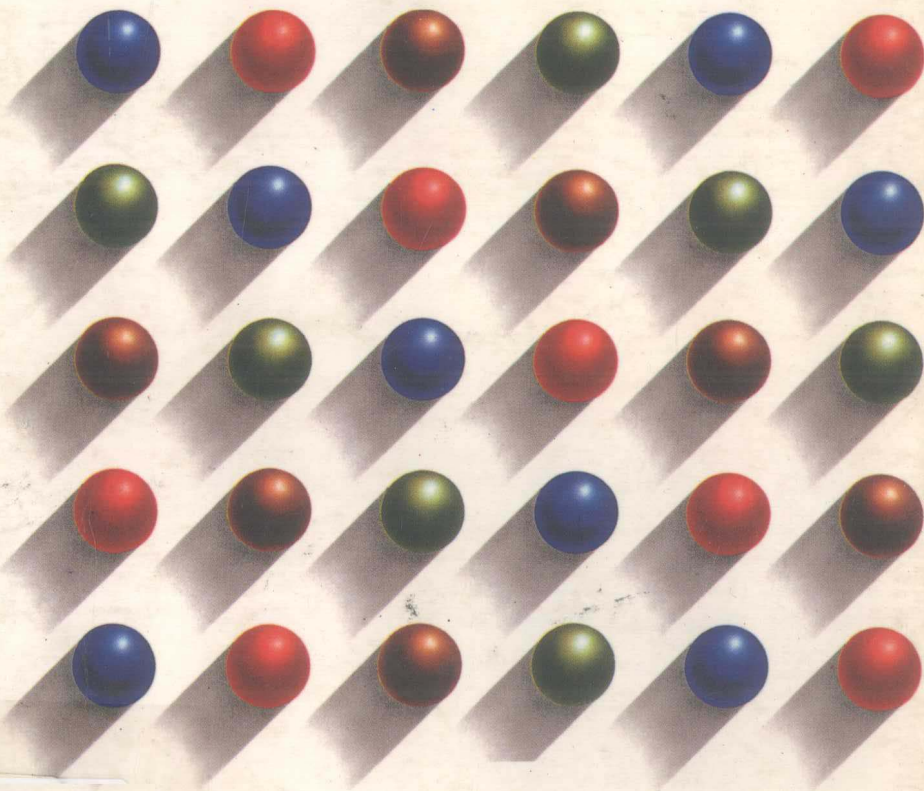
B. Fr.

Can\$

D.F.L.

£

US\$



台北國際商學出版社 發行

國際金融新發展

涂鳳美 著



台北國際商學出版社

作者簡介：涂鳳美

- 日本私立關西大學學士
- 德國慕尼黑會話翻譯學院研究
- 日本國立廣島大學碩士
- 著有「日本金融市場」一書，譯有「東京外匯市場」一書



國際金融新發展

作 者：涂 鳳 美

發行人：廖 雪 鳳

發行所：台北國際商學出版社

地 址：臺北市金山南路二段 138 號 2 樓

電 話：(02)3952248

傳 真：(02)3962195

郵 撥：第 10600010 號 本社帳戶

登記證：行政院新聞局局版台業字第 3648 號

印刷所：加 盟 美 術 印 刷 公 司

版權所有 • 翻印必究 定價：180 元

中 華 民 國 78 年 5 月 15 日 初版

自序

記得十年前，剛從省立花蓮高商畢業，那時，我國的製造業雖正快速成長，但從先進國家經濟發展的經驗得知，當製造業發展至某一階段後，其對整個經濟的貢獻率即逐漸下降，取而代之的是服務業，特別是金融業，因此深信有朝一日金融業將會是我國成長最快的產業。

為了長期從事金融之研究，乃計劃先以數年的時間修習外國語文，俾為吸收金融新知打好基礎。當時，美國經濟力獨霸全球，故國人研究美國經濟者極眾，但相形之下，研究頗富潛力的日本與德國之經濟者，則顯得太少，此一現象將有礙今後我國對外關係的全球性發展。有鑑於此，乃奮身負笈東瀛，先在大阪「關西國際學友會日本語學校」研習兩年的日本語課程，然後考取私立關西大學德文系，除同時修習兩國語文外，尚且選修並旁聽商學課程，畢業後到慕尼黑的「會話翻譯學院」鑽研一年的翻譯課程。其後，乃立志研究日本的金融市場和國際金融新知，因而努力考取國立廣島大學社會科學研究所，在神戶大學經濟學博士木村滋教授的指導下，專攻國際金融。

在攻讀碩士學位期間，拜扶輪社獎學金之賜，除了能專心向學之外，尚有餘暇利用晚上的時間練習寫作。因有感於日本人致力於將外國新知引進日本，因而有助於其經濟的快速發展，而其經濟表現又令各國興起了研究日本的極大興趣，尤其是自一九八六年開始，日本已是全球最大的資本輸出國，所以探討日本金融

2 國際金融新發展

已成為一種時尚，個人深受感動，乃不揣鄙陋，趁地利之便寫了一本「日本金融市場」，並且翻譯了一本「東京外匯市場」以期拋磚引玉。

我非常感謝研訓報導、台北市銀月刊、台灣經濟金融月刊及幼獅通訊社等刊物提供拙文發表之機會，於此學業完成之際，特將之集文成冊，以示感激之意。本書共分四部份，第一部份係改寫自個人的日文碩士論文；第二部份屬於有關國際金融問題的解析；第三部份在於探討國際銀行的經營環境；至於第四部份則是屬於生活體驗的短文，將個人在國外生活的感受，企圖以輕鬆之筆調來探討我國的金融及社會問題。個人才疏學淺，一向只是抱著多學習的態度，將拙文發表，俾得金融先進之指正。今後，仍將一本初衷，繼續努力，尚祈先進繼續指教，是所至盼。

涂 鳳 美 謹識

民國七十八年五月

國際金融新發展 目次

第一篇 外匯期貨及其選擇權	1
前言.....	2
一 芝加哥商業交易的國際貨幣市場 (I M M) 簡介.....	4
二 外匯期貨交易.....	14
三 外匯期貨選擇權交易.....	30
四 外匯期貨交易與外匯期貨選擇權交易之運用組合.....	46
五 結論.....	49
第二篇 國際金融問題解析	55
一 南北問題之探討.....	56
二 嶄新的外匯避險工具——外幣選擇權.....	70
三 開發中國家的累積債務問題.....	83
四 日圓升值情勢之分析.....	95
第三篇 從金融自由化探討國際銀行的經營環境	101
一 緒論.....	102
二 先進國家金融自由化之概況.....	104
三 我國金融自由化之概況.....	111
四 國際銀行在國際經濟上所扮演的角色.....	118

五 國際銀行的發展方向	127
六 我國國際銀行的發展重點	136
七 結論	143
第四篇 一個中國人看日本	155
一 不要做富而孤的鎖國——外匯存底過多的省思	156
二 正視誠信問題	158
三 一個中國人看日本	160
四 外匯停止管制之後	162
五 人間萬事塞翁馬	165
六 內心想法與表面說詞	167
七 心鎖	170
八 歷史歸屬感與現代驕傲	173
九 六個問題的省思	175
十 良性的鬩牆之爭	178
十一 做好國民外交積極重返國際社會	180

第1篇

外匯期貨及其選擇權

- 一、芝加哥商業交易所國際貨幣市場(IMM)簡介
- 二、外匯期貨交易
- 三、外匯期貨選擇權交易
- 四、外匯期貨與外匯期貨選擇權交易之運用的組合
- 五、結論

指導教授：神戶大學經濟學博士

木村滋教授

前 言

在一九七一年八月以前，全世界的外匯市場係屬於在企業及銀行上班的極少部分人之專利，但尼克森震撼，亦即布列敦森林制度崩潰之後，全世界的外匯行情已由動態，開始變成分分秒秒都在變動，而到了現在，日圓升值或日圓貶值，已成為一般人的話題。

然而，一九七三年秋天的石油危機更成為通貨膨脹的導火線，利率因而大幅波動，其後由於受到美國財政與貿易雙重赤字的影响，外匯行情乃呈巨幅波動的狀態。在此情況下，為抑制匯率與利率之波動，並圖謀貿易收支之改善，因此舉行了多次的國際高峯會議，然而在協調會議中，不僅未收到良好的效果，反而使人們對美元的信心發生動搖，因而使得美國的貿易收支更加惡化而一蹶不振。另一方面，仰賴出口為生之公司的經營者、從事國際投資之投資者、操作風險拋補之避險者、與進行投機操作之投機者，為順利進行自我經營，將由於美元貶值所造成的損失，抑制至最低限度，並確保匯率變動所產生之差價利益，故彼等活絡地出入於外匯即期市場、外匯期貨市場及外幣選擇權市場，進行各種交易。

期貨交易在歐美先進國家已非常盛行，它不僅是規避風險的手段，而且也是獲取利潤的手段。就美國而言，從事期貨交易者要比從事股票交易者多出數倍。

本論文係以外匯期貨 (foreign exchange futures

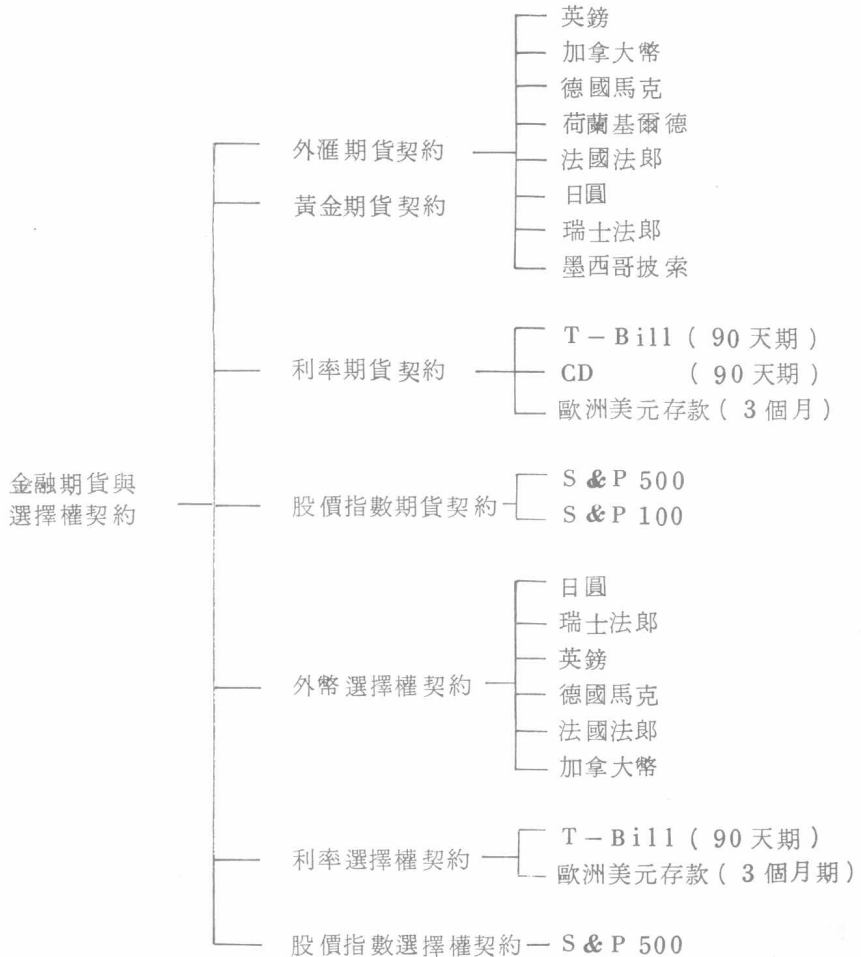
or foreign currency futures) 和外匯期貨選擇權 (options on foreign currency futures) 之交易為論述之重點。本論文共分五章，第一章係就全球最初推出外匯期貨交易之芝加哥商業交易所所設置之 IMM 作一概括性的介紹；第二章主要係論述外匯期貨交易之意義、結構、避險交易，以及外匯期貨交易作為套利交易之手段；第三章係論述外匯期貨選擇權交易之起源、種類、意義、結構、避險交易及其運用之策略。第四章係就外匯期貨與外匯期貨選擇權交易之運用組合加以論述。第五章則就此兩者之交易在社會所扮演的角色，特別是其在經濟體系中所佔之地位加以論述，以為本論文之結論。

第一章 芝加哥商業交易所國際貨幣市場(IMM)簡介

第一節 IMM之歷史及其成長過程

布列敦森林 (Bretton Woods) 制度崩潰後，各國由固定匯率制改採浮動匯率制，並廢除通貨平價。當時弗利曼 (Milton Friedman) 博士鑒於上述情況，認為可將商品期貨交易原理應用於金融業，以規避匯率及利率變動所產生的風險。因此，國際貨幣市場 (International Monetary Market, IMM) 於一九七二年五月十六日在芝加哥商業交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME) 內，以新的金融期貨交易部門之姿態問世。此市場最早係以主要外國通貨之期貨交易開始，其主要外國通貨是日圓、英鎊、加拿大幣、西德馬克、荷蘭基爾德、法國法郎、瑞士法郎及墨西哥披索等。其後，這些外匯期貨交易均獲得成功的果實，而且自第一次石油危機發生之後，世界經濟變得不安定，甚至於陷入嚴重之狀態中，該交易所乃進而開發其他金融期貨商品，例如一九七四年的黃金期貨、一九七六年的九十天期國庫券之利率期貨、一九八一年的三個月期可轉讓定期存單 (Certificate of Deposits, CD) 與歐洲美元存款 (Euro Dollar Deposits) 之利率期貨、一九八二年的史坦達普爾 (Standard & Poors', S&P) 五百及一九八三年

的史坦達普爾一百之股價指數期貨，詳細內容請參閱圖一。目前，仍在努力開發富於多樣化之新種期貨商品。



資料來源：金融先物取引適用事例集，銀行研修社，昭和 63 年頁 230。

圖一：芝加哥商業交易所交易之金融期貨契約

此市場是規避利率變動風險與滙率變動風險之場所。就此市場之交易量而言，吾人可謂該市場是世界上規模最大，而且是最具經驗之金融期貨市場。芝加哥商業交易所不僅設置了 IMM，也設置了清算公司。就規模較大的交易所而言，除了芝加哥商業交易所之外，尚有倫敦國際金融期貨交易所（London International Financial Futures Exchange, LIFFE）及新加坡國際貨幣交易所（Singapore International Monetary Exchange, SIMEX），其中 SIMEX 是全球各交易所中惟一設有與 IMM 相互清算系統（mutual offset trading system）的交易所。

第二節 IMM之特徵

IMM 有以下五個特徵：

(一)是個有效而且集中交易的市場：各種期貨契約全在此市場以公開喊價的方式進行交易，故可形成公正之價格。

(二)是一個給予市場所有參與者方便的公開市場：市場參與者通常主要是由商品業者、商業銀行、金融業者、證券公司及外國公司所構成，但個人及年金基金等亦為市場參與者之一（註①）。

(三)是個沒有信用風險的場所：就 IMM 的清算制度而言，清算公司為所有期貨交易者之對手，並由其保證契約之履行。清算公司是由清算會員構成，清算會員共同出資組成清算公司，並連帶負無限責任。（註②）

(四)是個規避風險之場所：由於契約標準化，而且流動性高，

故易於進行避險交易。

(五)是個套利的場所：例如，於現貨市場與期貨市場所進行的套利交易即是。

第三節 會員權之取得

在 IMM 所有的交易均係以公開喊價之方式進行，此等交易均必須透過場內經紀人 (floor broker) 或場內交易員 (floor trader) 進行。經紀人可分為場內經紀人與一般的期貨經紀人兩種，一般期貨經紀人專替顧客將交易委託書 (order) 轉交給場內經紀人。而場內交易員則專為本身之利益而進行交易 (註③)。從事期貨交易之此等人員必須取得交易所會員權方得進場交易，而欲成為會員者，必須接受交易所人事委員會之面試，並獲得理事會之承認。取得會員權之資格者，具有以下之權利：

(一)有在立會所 (pit) 內進行競價交易之權利，但此權利只限於場內經紀人及場內交易員。

(二)有權利出席交易所之會議，並且有可能被選為交易所之幹部。

(三)有權利成為交易所各委員會之委員和理事。

(四)於不想再當會員時，得以市價出售會員權。在紐約和芝加哥的期貨交易所內，除了告示上市商品之行情外，連會員權之行情亦予以告示，甚至於連在店頭市場 (Over - The - Counter, O - T - C) 亦有告示 (註④)。

IMM的會員有一般會員和清算會員之分，而一般會員又有場內經紀人、場內交易員、一般期貨經紀人及準會員（associate person）之分。會員權通常由證券公司、商品交易業者、金融機構以及期貨交易之個人取得（註⑤）。

第四節 交易過程

顧客在下期貨交易委託書時，應先交付保證金予清算會員或非清算會員，然後利用電話或傳真機（fax）與準會員連繫，準會員當場將顧客傳來之交易委託書內容傳送至IMM的電腦室，而交易委託書則被傳送至IMM的交易大廳。一般期貨經紀人乃將交易委託書交給櫃檯，並在其上打上時間之戳記，其後一般期貨經紀人將已打上戳記之交易委託書交給場內之跑者（runner）。跑者立即將交易委託書送至站在立會所內正進行交易之場內經紀人，而場內經紀人於接到交易委託書之後，立即與正在替顧客進行交易之其他場內經紀人或為本身利益而進行交易之場內交易員，以公開喊價之方式進行交易。當交易委託書成交後，場內經紀人就在交易委託書上寫上成交時間、交割月份、價格、數量及交易對手，然後再交予跑者（註⑥），此時已成交之交易委託書已成為交易確認卡，交易所所屬之監視員（pit observer）在報價卡（quote card）記上明細事項（註⑦），然後打入電腦，同時顯示在設置於立會所之牆壁上的電光揭示板，如此可有利於交易當事人間事後發生爭執之問題的解決，而且可使場內之清算會員、經紀人及顧客知悉價格情報（註⑧）。當前面所述之

交易委託書處理完成後，由場內經紀人在確認書上簽名，並交予跑者立刻傳遞至辦公室，並交予操作者（operator）（註⑨），操作者於其上打上受理時間之戳記，並馬上以電話或傳真機通知本證券公司之電腦室、本證券公司之準會員及顧客（註⑩）。

第五節 清算制度

IMM 對顧客的清算制度有以下幾個特點（註⑪）：

(一)是買賣當事者雙方的保證人：由於清算公司是買者與賣者之保證人，故不會發生無能力清算之情事。

(二)要收取保證金：保證金是在交易開始前繳交的。保證金可分為當初保證金（initial margin）及維持保證金（maintenance margin）兩種。當初保證金是指當要買入或賣出期貨契約時，就必須預先繳交之保證金；而維持保證金則是指當期貨損失額不斷增加，原有保證金之餘額減少至某一最低的水準時，此時必須追加繳交保證金，此一最低保證金水準即稱維持保證金，其追加保證金之金額，是要繳至當初保證金之水準。

(三)以每天之新價格來計算利益或損失（mark-to-market）：清算公司隨著市場每日行情之變化，計算期貨部位（position）之損益，並於當天在該清算會員之名義下，以增加或減少保證金餘額之方式作會計處理（註⑫）。

(四)清算會員對清算公司之資金負擔的義務：當某個清算會員陷入經濟困境而無能力與清算公司進行交割時，由其他清算會員共負連帶賠償責任。為了不使 IMM 之清算會員發生無力清算之

情事，交易所設有安全財務設施以確保顧客之權益。

總之，CME 爲了確保期貨市場之自由化與公開的原則，除了對每筆交易收取保證金，以及限制部位和價格變動之幅度外，尚且設置了阻止發生有關足以影響期貨市場之突發事件的緊急措施。例如，若因某種通貨之價值過度上漲或過度下跌，而造成某種期貨契約之供給太多或不足時，CME 爲了使期貨之交易與清算能圓滑運轉，除了採取必要的措施外，還會提高清算會員的資本額、以及減少原來部位之金額（註⑬），然而一般而言，CME 所秉持的原則通常是使清算會員能自由的進行交易，因此如前所述之情事，乃係於極端緊急之時，才會採取行動（註⑭）。

第六節 安全設施

以上所述均是CME爲確保顧客利益而設置的一連串安全設施，這些安全設施係以一九八一年十一月三十日自CME營業利潤中提出一千九百三十萬美元所成立的基金爲基礎（註⑮）。美國各期貨交易所除了CME有此設施外，其餘的交易所均無此項設施。

此外，CME 尚有以下的安全設施（註⑯）：

- (一)各清算會員存入清算公司之保證金存款。
- (二)不履約之會員所存入清算公司之保證金存款。
- (三)不履約之會員的資產。
- (四)CME之剩餘資金。

以上各項合計，金額可能高達二十五億美元。

(五)執行審查部之設置：執行審查部之職權主要是調查清算會